

## Carta anual a los inversores 2020

La cartera subió un 9,2% en 2020 gracias principalmente a las mineras de oro. Las posiciones de cobertura mitigaron las fuertes caídas del mes de marzo, pero detrajeron rentabilidad en el segundo semestre. El Covid ha sido una tragedia humana y económica, a pesar de ello, fruto de las actuaciones de los bancos centrales, las bolsas mundiales alcanzaron nuevos máximos.

Hemos mantenido los pesos relativamente estables. Tenemos compañías líderes, con negocios que consideramos resistentes a largo plazo.

### Situación global

Creemos que la situación financiera global no es mejor que antes de la crisis de 2008 ya que hay más deuda. Este incremento se ha producido tanto en países emergentes, especialmente en empresas chinas, como en países desarrollados vía deuda pública y privada.

A ello se le unen valoraciones muy elevadas en diferentes clases de activos. La capitalización de la renta variable global ha superado una vez el PIB mundial, un nivel similar al alcanzado en las burbujas de 2000 y 2007. Creemos también que hay burbujas en el mercado de bonos, aunque pensamos que en un "shock" deflacionario podrían todavía subir más, y burbujas inmobiliarias en diferentes países, especialmente en China. Pensamos que ya antes de la pandemia había sobrevaloración en muchas clases de activos y que, aunque la vacuna pueda mejorar la situación, el daño económico está ya hecho.

En **China** los activos del sistema bancario han superado tres veces el PIB, la deuda del sector privado representa un porcentaje similar sobre PIB al de Japón en su burbuja de finales de los años 80 o España en la burbuja inmobiliaria. En **EEUU** el CAPE (PER normalizado de los últimos 10 años) está a más de 35,6 veces frente a su media histórica de 16,8 veces. La sobrevaloración se extiende a prácticamente todos los sectores excepto energía. En **Europa** pensamos que los mayores excesos están en la renta fija. En renta variable hay valoraciones más ajustadas (CAPE 15,8 veces), aunque con mucha diferencia entre diferentes sectores.

### Principales posiciones de la cartera

Los **metales preciosos** tuvieron un buen comportamiento. El oro el año pasado subió un 20% apoyado por la compresión de los tipos reales. Redujimos la posición en plata tras las fuertes subidas. Creemos que la plata en un escenario de deflación podría registrar descensos, ya que su demanda es mayoritariamente industrial. El oro pensamos que puede ser un muy buen activo a futuro. Históricamente protege en bajadas abruptas de mercado y lo hace especialmente bien en aceleración de inflación. En épocas de crisis, tomando la

mediana, su comportamiento desde 1929 ha sido casi un 28% mejor que el del mercado. Creemos que su precio a futuro puede ser sustancialmente más elevado debido, entre otros factores, a los elevados déficits de los estados.

Nuestra mayor exposición a metales preciosos es a través de **mineras de oro** que son líderes mundiales. El entorno es muy favorable para el sector ya que los ingresos han aumentado sustancialmente y los costes se están manteniendo. La inversión en la industria se ha reducido más de un 50%, la vida de las reservas ha bajado de más de 20 años hasta prácticamente 12 años actualmente y la ley se ha reducido desde los 2,6 gramos por tonelada del año 2000 hasta prácticamente 1,2 g/T. Además, el índice Barron's de mineras de oro todavía cotiza a niveles de los años 80 y el índice de mineras de oro frente al oro está cerca de los niveles más bajos de los últimos 40 años.

**Barrick** tuvo un buen comportamiento el año pasado subiendo un 19%. La compañía ha registrado muy buenos resultados obteniendo flujo de caja libre récord. Han reducido casi totalmente la deuda desde los \$10 billones americanos que llegaron a tener en 2014. Tiene como objetivo para los próximos 10 años producir en torno a 5 millones de onzas anuales y para 2025 rebajar los costes hasta \$800/onza AISC.

**Newmont** subió un 29%. La compañía ha obtenido flujo de caja libre récord. Creemos que el nuevo equipo directivo está mejorando la operativa de la compañía. Su plan es producir casi 8 millones de onzas equivalentes anuales hasta 2029 y espera unos costes entre \$800 y \$900/onza AISC para 2025. A un precio de \$1.900 la onza la compañía podría generar casi \$20 billones americanos de flujo de caja libre en los próximos 5 años.

**Polyus** tuvo un muy buen comportamiento en el año subiendo un 43%. Ha superado sus objetivos de producción y costes en los últimos 6 años. Olimpiada, su principal mina, es extraordinaria tanto por producción como por flujo de caja libre por onza. Polyus es la más eficiente de las grandes mineras del mundo (\$594/onza AISC). Además, han reportado que las reservas de Sukhoi Log son casi 40 millones de onzas, un incremento del 65% respecto a las ya existentes.

**Agnico** subió casi un 15%. Es una de las mineras de oro con más calidad del mundo. Su equipo directivo, liderado por Sean Boyd, es uno de los que más reputación tiene de la industria. Su ley es de 2,8 g/T y sus minas principalmente se sitúan en Canadá. La compañía prevé incrementar su producción casi un 24% para 2022.

En **agricultura** creemos que China tiene un problema estructural ya que cuenta con prácticamente el 7% de la tierra arable del mundo para abastecer a casi el 20% de la población global. Pensamos que el país será un mayor importador a futuro. De hecho, este año ha incrementado sus importaciones de alimentos a niveles récord.

Creemos que **Nutrien** puede beneficiarse de una mejoría en el sector ya que los precios de los fertilizantes históricamente han estado muy correlacionados con los precios de los alimentos. Es la principal compañía de fertilizantes del mundo, líder en potasa, con una buena posición en nitrógeno y líder en venta minorista en EEUU. En potasa podría añadir casi 6 millones de toneladas prácticamente sin inversión. En ventas minoristas tiene una cuota de mercado de prácticamente el 21% en EEUU y esperan incrementarla hasta el 24% para 2023. Por otro lado, los precios de los fertilizantes están entre un 25%-30% por debajo de la media de los últimos 10 años.

Hemos comprado algunas acciones de empresas líderes mundiales a precios que consideramos muy atractivos.

**Samsung Electronics Pr.**, que ha tenido muy buen comportamiento, es una empresa líder en tecnología a un precio muy atractivo (PER 11x 2022). Su división de chips de memoria (DRAM), donde tiene más de un 40% de cuota mundial, es especialmente relevante. En

memoria NAND tiene más de un 30% de cuota y es uno de los grandes líderes en móviles y electrónica de consumo. La compañía está muy saneada con casi un 20% de su capitalización bursátil en caja. Creemos que, además, puede verse beneficiada de todo el proceso de digitalización.

En el primer semestre incorporamos **Philip Morris International**. Es líder mundial en tabaco ex-China. Ostenta 5 de las 15 marcas de tabaco más vendidas, entre ellas la número uno Marlboro. Está liderando la transición hacia productos de riesgo reducido que es por donde está creciendo la industria. Su marca IQOS, líder de tabaco calentado, representa el 26% de sus ventas y cuenta con 17,6 millones de usuarios. La compañía tiene una elevada visibilidad en generación de caja en un entorno económico difícil. Cotiza a PER 13,5x 2022, FCF/EV 6,6%, con una rentabilidad por dividendo del 5,9% y tiene poca deuda.

**British American Tobacco** es otra compañía líder en tabaco, con 6 de las primeras 15 marcas del mundo y una importante presencia en EEUU tras la adquisición de Reynolds. La caída de volúmenes en los últimos años ha sido prácticamente un 1% menor que la industria. Este descenso está siendo compensado por el incremento de precios. En los últimos 15 años, el dividendo ha crecido a una tasa anual del 11% y el BPA del 10%. BATS espera reducir su nivel de deuda neta/Ebitda por debajo de 3x para 2021. La compañía cotiza muy barata a PER 8,4x con una rentabilidad por dividendo del 8,2%.

Incorporamos **MicroStrategy** que es una empresa global de software de análisis para empresas. La compañía tenía una posición muy relevante de caja que recientemente ha invertido en bitcoin. A diciembre había acumulado 70.470 bitcoins por un importe de \$1,1 billones americanos. Actualmente hemos reducido significativamente la posición tras las fuertes subidas.

La mayoría de las acciones **rusas** registraron descensos en el año con caídas en algunos casos cercanas al 30%. No obstante, el país está extraordinariamente barato a 5,9x PER normalizado de los últimos 10 años, tiene empresas con recursos naturales extraordinarios y muy poca deuda pública (12% del PIB 2020).

**Sberbank** ha presentado recientemente su plan estratégico. Prevén alcanzar ROEs de más del 17% para 2023 gracias a un mayor crecimiento del crédito, especialmente en el segmento minorista (10-12%), compensando una ligera contracción en el margen de intermediación. Sberbank tiene una franquicia extraordinaria, con un 45% de cuota en depósitos minoristas y en un mercado todavía muy poco penetrado a nivel de crédito. Sberbank ha conseguido ROEs positivos en entornos muy complicados como la crisis de 2008 o la del rublo. Cotiza muy barato a PER 6,4x, con una rentabilidad por dividendo del 7,7%.

**Lukoil** registró descensos a pesar de reportar unos sólidos resultados en un entorno muy desfavorable. Se espera que genere más de \$3,5 billones americanos de flujo de caja libre. Lukoil es resistente en épocas complicadas ya que le favorece el sistema impositivo (bajan los impuestos cuando baja el precio del petróleo) y una depreciación del rublo amortigua los resultados. Sus reservas tienen 18 años de vida cuando el sector se sitúa aproximadamente en 12 años y tienen muy poca deuda (deuda neta/Ebitda 0,2x).

**Gazprom** presentó unos resultados relativamente débiles. No obstante, la compañía está muy barata a PER 4,7x 2022, con un dividendo del 9% (va a incrementar el payout hasta el 50% para 2021). Es líder mundial en gas, con un 12% de la producción y un 16% de las reservas. Ha terminado dos de los grandes megaproyectos (TurkStream y Power of Siberia) y está cerca de finalizar el Nord Stream 2.

**Norilsk Nickel** presentó buenos resultados a nivel operativo, pero tuvo un problema con un vertido que le supuso una sanción de \$2 billones americanos que ya han provisionado. Norilsk es una de las grandes mineras del mundo, cuenta con reservas de 30 años de vida y una diversificación de metales muy atractiva. Es líder en paladio y níquel con un 41% y 24%

de cuota mundial respectivamente y también tiene una cuota relevante en platino y en cobre. La compañía está viéndose favorecida por la regulación medioambiental y el desarrollo del coche eléctrico. Es el productor más eficiente del sector. Está muy barata a PER 7,3x 2021, con una rentabilidad por dividendo del 12%.

**Schlumberger** ha conseguido generar flujo de caja libre positivo en un entorno muy duro para el sector. Están en modo conservación de caja, reduciendo drásticamente costes, inversión y el dividendo. Se está centrando en su parte internacional (80% de los ingresos vs. 65% en los últimos años). Creemos que puede verse beneficiada de una recuperación de la inversión global en petróleo, que ha descendido prácticamente un 70% desde máximos de 2015. Esto unido al declino natural y a que el sector del fracking no ha generado flujo de caja libre en más de diez años. El sector de energía ha estado extremadamente castigado y ha pasado de representar el 16% del S&P 500 en 2008 a prácticamente el 2%.

En **uranio** repuntó más de un 20% durante el año influido por la reducción de la producción (-30% desde máximos). A medio plazo las eléctricas tienen necesidades no cubiertas que se van a ir incrementando (33% para 2025 y 66% para 2030).

Mantenemos las **posiciones cortas** de renta variable sobre índices americanos, el ASX de Australia, TSX de Canadá y sobre el Hang Seng de Hong Kong. Las posiciones de cobertura aportaron rentabilidad en el primer semestre, pero detrajeron en el segundo, especialmente debido a la fortaleza de los índices americanos.

En **EEUU** los índices subieron con fuerza tras las actuaciones de la FED. El mercado americano creemos que está muy sobrevalorado, la ratio Q se sitúa en 2,3 veces, casi 3 veces superior a su mediana histórica. Tomando medidas más amplias de valoración, como la riqueza de las familias sobre renta disponible, también se sitúa a niveles récord, por encima de los máximos alcanzados en 2000 y 2007.

El índice de **Hong Kong** retrocedió ligeramente en el año. Los bancos, que tienen un elevado peso en el índice, han presentado malos resultados reduciendo beneficios un 29% en 2020. Hong Kong tiene uno de los mercados de la vivienda más sobrevalorados del mundo y un elevado apalancamiento a China continental.

En **Canadá** el índice repuntó ligeramente en el año. Ha sido uno de los países de la OCDE donde más ha subido la vivienda desde 2010 y donde más se ha incrementado la deuda en el último año (+80% entre pública y privada).

El índice de **Australia** retrocedió levemente. Los bancos australianos registraron un incremento de la morosidad y un descenso de los beneficios cercano al 50%. Creemos que el país es vulnerable a un aterrizaje brusco de China y a un eventual pinchazo de su burbuja inmobiliaria.

En definitiva, creemos que los riesgos se mantienen. No descartamos que se produzca un "shock" deflacionario. Pero creemos que el gran riesgo a futuro es una inflación elevada. Históricamente déficits fiscales muy elevados han sido una condición necesaria para las fuertes inflaciones del siglo pasado. Creemos que la cartera de Salmón Mundi está preparada para un escenario deflacionario fuerte y que podría comportarse muy bien si la inflación se acelera.

Desde Salmón queremos daros las gracias por vuestra confianza.

Atentamente,

Guillermo Nieto y Marta Escribano

## AVISO LEGAL

*Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión del producto financiero del cual se informa. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo. En ningún caso este documento sustituye a cualquier otro de carácter legal, debiendo cumplimentar en cada caso de inversión, aquel que resulte adecuado para cada modalidad de inversión. A este respecto el inversor deberá recibir la documentación requerida por las disposiciones legales correspondientes. La información contenida en este documento se ha obtenido de buena fe de fuentes que consideramos fiables, empleando la máxima diligencia en su realización. No obstante, no se garantiza la exactitud o integridad de la información que se contiene en el presente documento, la cual se manifiesta ha sido basada en servicios operativos y estadísticos u obtenida de otras fuentes de terceros. Todas las estimaciones y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso.*

*El valor de cualquier inversión puede fluctuar como resultado de cambios en los mercados. La información de este documento no pretende predecir resultados ni asegurar los mismos. La información aquí contenida se ha preparado para su difusión general y en ningún caso sustituye a la información oficial. No tiene en cuenta los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades de ninguna persona en particular. Las inversiones discutidas en esta publicación pueden no ser idóneas para todos los inversores. Cualquier inversión deberá ajustarse al perfil de riesgo de cada inversor resultante del correspondiente test Mifid que se deberá completar. Debería buscarse asesoramiento de un asesor financiero sobre la idoneidad de los productos aquí mencionados antes de comprometerse a compra dichos productos, a la luz de sus objetivos específicos, situación financiera y necesidades particulares. Ninguno de los consejeros de Salmón Mundi Capital Sicav ni sus representantes legales, ni Salmón Mundi S.L. ni ninguno de sus respectivos empleados, representantes legales, consejeros o socios aceptan ninguna responsabilidad por pérdidas directas o indirectas. No se aceptará ninguna responsabilidad por el uso de la información contenida en este documento, que pueda producirse basadas en la confianza o por un uso de esta publicación o sus contenidos o por cualquier omisión. Los resultados pasados no son garantía o predicción de rentabilidades futuras. La información aquí contenida no pretende predecir resultados, los cuales pueden diferir sustancialmente de los reflejados.*

*Este documento no puede ser reproducido (en parte o en su totalidad) sin nuestro permiso previo por escrito. Este documento se dirige exclusivamente a su destinatario y puede contener información confidencial sometida a secreto profesional o cuya divulgación esté prohibida en virtud de la legislación vigente, por lo que se informa a quien lo recibiera sin ser su destinatario la responsabilidad en la que podría incurrir si lo utilizara o divulgase para cualquier fin. Si ha recibido este documento por error, le rogamos que nos lo comunique por teléfono y proceda a su eliminación. Por razones legales y operativas, este documento no está dirigido a personas físicas residentes en Estados Unidos o personas jurídicas constituidas bajo legislación estadounidense.*